



## Resumo

Os fundos garantidores têm sido utilizados no Brasil para ofertar garantias a financiamentos a micro, pequenas e médias empresas (MPME), contribuindo no acesso ao crédito. A operacionalidade desses fundos vem se mostrando dispendiosa tanto para seus administradores quanto para os bancos com maior volume de operações, principalmente no acompanhamento individualizado das operações inadimplentes e na comprovação dos procedimentos de recuperação do crédito. Este trabalho, de caráter teórico, propõe um modelo alternativo de estruturação dos fundos por carteira, utilizando uma distinção detalhada e estrutural entre garantias individuais e por carteira, com os objetivos de minorar o trabalho dos participantes e de melhorar a recuperação de crédito, sem perda dos controles estruturais. Ao fim do texto, discutem-se ações para viabilizar a implementação do modelo sugerido, no atual ambiente institucional brasileiro – de baixa confiança e de ampliação dos processos de controle e avaliação da efetividade sobre as entidades públicas, administradoras dos fundos garantidores.

**Palavras-chave:** Garantia por carteira. MPMEs. Fundo de aval. Ambiente institucional. Sistemas de garantia.

## Abstract

*The guarantee funds have been used in Brazil to offer complementary guarantees for the financing of MSMEs, contributing to credit access improvement. Operational aspects of these funds have proved to be costly both to its managers and to the banks that originate the financing, especially due to requirements like follow-up of each operations defaulted and imposed minimum recovery procedures. This theoretical article suggests an alternative model structured by portfolio, using a more precise and structural distinction between individual guarantees and portfolio guarantees, aiming to reduce the work required of originators and improve credit recovery, however keeping the necessary controls to assure fund sustainability. As final remarks, some actions to achieve safe implementation of the suggested model, are discussed, considering the current Brazilian institutional environment, characterized by low confidence and ampliation of control processes and effectiveness evaluation over public entities, that manage guarantee funds in Brazil.*

**Keywords:** Portfolio guarantees. MSMEs. Guarantee fund. Institutional environment. Guarantee schemes.

## Introdução

Os fundos garantidores têm sido utilizados no Brasil a fim de oferecer garantias complementares para o financiamento de MPMEs, no âmbito de políticas públicas de ampliação e melhoria do acesso ao crédito. Por meio do compartilhamento do risco com os financiadores, amplia-se o acesso ao crédito para empresas com projetos que apresentam expectativa de fluxo de caixa suficiente para cobrir o financiamento, mas que, muitas vezes, não conseguem oferecer o colateral exigido pelo banco financiador.

Segundo Lanz e Tomei (2014, p. 107), a governança dos fundos garantidores precisa “equilibrar a confiança dos participantes na efetividade da garantia com o estabelecimento de mecanismos de controle que minimizem o comportamento oportunístico”. O custo para operacionalização desses fundos – tanto para seus administradores, quanto para os bancos originadores dos financiamentos garantidos –, principalmente no que tange ao acompanhamento das operações em que ocorre inadimplência e à comprovação ao garantidor de procedimentos mínimos realizados para a recuperação do crédito, não pode inviabilizar o sistema de garantia, que, conforme Lanz e Macedo (2014), dá sinais de eficácia no alcance de seus objetivos.

A literatura (DEELEN; MOLENAAR, 2004; POMBO; MOLINA; RAMÍREZ, 2013; BECK; KLAPPER; MENDOZA, 2010; CHATZOUZ *et al.*, 2017) costuma distinguir a garantia individual da garantia por carteira (ou portfólio) com base principalmente na contratação da garantia. Na garantia individual, um certificado de garantia é expedido para cada operação específica, e, na maioria das vezes, o garantidor realiza uma análise de risco independente do financiador. Na garantia por carteira, o garantidor estabelece critérios de elegibilidade para

a formação da carteira, mas deixa a cargo do financiador a análise para formação dessa carteira. As regras da garantia, que recaem sobre toda a carteira, são estabelecidas por meio de um contrato entre garantidor e financiador.

Essa distinção, baseada na contratação, simplifica demais a análise. A classificação de um esquema de garantia como individual ou por carteira não explicita como o garantidor atua em todo o seu ciclo de operação. Na prática, em todas as etapas do ciclo de operação de uma garantia, o garantidor poderia optar entre atuar operação a operação ou enxergar a carteira de operações como um bloco. Por exemplo, o fato de atuar por carteira na contratação não necessariamente o impede de depois optar por tratar a solicitação de honra<sup>1</sup> e o pagamento operação a operação.

Este trabalho, de caráter teórico: (i) estende a análise desse caráter individual ou por carteira que o garantidor impõe a seu esquema de garantia para todas as fases do ciclo de operação de uma garantia – contratação, pagamento de honra e recuperação de crédito; (ii) aplica esse conceito estendido na análise do Fundo Garantidor para Investimentos (BNDES FGI), administrado pelo Banco; e (iii) propõe uma nova opção de modelo de atuação dos fundos garantidores, principalmente por carteira. Essa nova opção visa minorar o trabalho exigido dos bancos garantidos (agentes financeiros) – especialmente aqueles com carteiras de crédito massificadas, que utilizam modelos de concessão e recuperação padronizados – na prestação de informações e acompanhamento. Pretende-se, com isso, melhorar a expectativa de recuperação de crédito, sem detrimento do

---

1 Pedido de cobertura em caso de inadimplência do tomador final, semelhante ao processo de acionamento da cobertura de um seguro.

controle necessário por parte dos administradores do fundo para minimização da seleção adversa e do risco moral associados à prestação de garantia.

Para exemplificar a importância dessa proposta, até o fim de 2017, o BNDES FGI tinha mais de R\$ 6,78 bilhões em financiamentos, para 35,7 mil beneficiárias, entre pessoas físicas e MPMEs – e a maioria delas não tinha acesso anterior a crédito de longo prazo. O fundo operava com mais de vinte bancos parceiros, desempenhando importante papel na desconcentração regional.<sup>2</sup> No entanto, entre outros motivos, por operar com garantia individual, o fundo não atinge seu potencial de utilização pelos grandes bancos comerciais.

O modelo proposto também pode facilitar a implementação de novos modelos de garantia, como os propostos para garantia de segundo piso:<sup>3</sup> sociedades garantidoras de crédito (SGC) (ZICA; MARTINS, 2008), fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC) (LANZ *et al.*, 2015), microcrédito (LANZ; PERUFO; MANTESE, 2013), crédito rural (FREITAS, 2016), entre outros com características de crédito massificado e com condições padronizadas que facilitam a aplicação de critérios de elegibilidade.

Este estudo está organizado em seis seções, incluindo esta introdução. A segunda seção dedica-se ao quadro teórico básico utilizado.

---

2 Usualmente, as operações de crédito concentram-se nas regiões Sul, Sudeste e Centro-Oeste, que têm maior renda *per capita* e empresas com melhor histórico e perfil de risco de crédito. As operações garantidas pelo BNDES FGI apresentam uma participação entre duas e três vezes maior que a média das demais operações indiretas do BNDES nas regiões Norte e Nordeste, que contam com menor acesso ao crédito.

3 Garantia de segundo piso é quando um ente garantidor (em geral, um fundo ou programa de garantia), mediante o recebimento de parte da comissão de garantia, compromete-se a absorver parte do risco de perda de outro garantidor que oferece garantia diretamente a um tomador de crédito. É um mecanismo equivalente ao resseguro.

A terceira apresenta a metodologia utilizada, baseada em pesquisa teórica. A quarta seção expõe o conceito proposto de distinção das garantias e, como exemplo, aplica-o ao BNDES FGI. A quinta propõe o novo modelo de estruturação de garantias por carteira, baseado no referencial teórico e nas necessidades de adaptação para o contexto institucional brasileiro. A última seção conclui o texto com considerações finais e recomendações para pesquisas futuras.

## Revisão da literatura

Para construir e propor o novo modelo de estruturação de fundos garantidores, de forma a operacionalizá-los por carteira, realizou-se revisão da literatura sobre os seguintes assuntos: as MPMEs, os esquemas existentes de garantias para as MPMEs, os fundos garantidores, a distinção entre garantia individual e garantia por carteira, os processos de pagamento de honra dos esquemas de garantia, o ambiente jurídico e institucional em que há a recuperação de crédito depois do inadimplemento, no Brasil, e os processos de auditoria e avaliação de efetividade.

## A importância das MPMEs

Deelen e Molenaar (2004) afirmam que as MPMEs podem ser consideradas importantes para o desenvolvimento da economia de um país porque toda empresa de sucesso começa pequena e, corroborados por Pombo, Molina e Ramírez (2013), porque, em conjunto, as centenas ou milhares de MPMEs são capazes de impactar a geração de empregos de uma economia.

Honohan (2010), Beck, Klapper e Mendoza (2010), Kersten e outros (2017) e Beck e Demirguc-Kunt (2006) questionam o real im-

pacto no crescimento econômico que as MPMEs podem provocar. Honohan (2010) sustenta, entretanto, que sua atividade gera benefícios e externalidades, mas, infelizmente, de difícil mensuração. Beck, Klapper e Mendoza (2010) defendem que a economia depende da inovação das empresas menores. Kersten e outros (2017) registram que, apesar de as avaliações atuais existentes não serem capazes de afirmar a relação direta entre MPMEs e desenvolvimento econômico e redução de pobreza, o efeito positivo direto na geração de oportunidades de emprego já é indubitável, principalmente nos países menos desenvolvidos. Beck e Demirguc-Kunt (2006) observam que um setor amplo de MPMEs é característica de uma economia em expansão, mas que não é a causa do rápido crescimento, porque o ambiente financeiro e institucional oferece enormes obstáculos para o crescimento dessas empresas. Essa restrição que o mercado financeiro exerce no crescimento das MPMEs – vista como uma falha de mercado que deveria ser superada para que, enfim, essas empresas contribuam plenamente para o crescimento econômico do país, principalmente em economias em desenvolvimento – justifica uma intervenção ativa de governo, com políticas públicas específicas.

Já The World Bank (2015) é enfático: desde que não sejam prejudicadas pela falta de acesso a crédito, as MPMEs estão intimamente associadas a inovação, geração de empregos e crescimento na economia.

## Esquemas de garantia complementar para MPMEs

Lanz, Perufo e Mantese (2013) classificam os esquemas de garantia complementar em três tipos, conforme o Quadro 1: fundos garantidores, programas de garantias e SGC.

Quadro 1 • Principais características dos tipos de esquemas de garantia

Tipo	Natureza	Recursos	Operação	Liquidez
<b>Fundos garantidores</b>	Estatais, privados ou mistos	Públicos e privados – buscam ser autossustentáveis	Atividades operacionais de análise, concessão e recuperação delegadas às entidades financeiras	Alta (recursos disponíveis no fundo)
<b>Programas de garantia</b>	Estatais (geridos por agência de desenvolvimento ou banco público)	Limitados pelo orçamento público	Atividades operacionais próprias ou delegadas (mas com sub-rogação)	Baixa (sujeitos à supervisão e ao contingenciamento de verbas)
<b>Sociedades garantidoras de crédito</b>	Privados	Privados – provenientes de seus associados	Atividades operacionais de análise, concessão e recuperação próprias	Média (limitadas por seu alcance regional)

Fonte: Lanz, Peruffo e Mantese (2013).

São inúmeras as fontes na literatura que abordam a importância dos sistemas de garantia como impulsionadores do acesso ao crédito para as MPMEs, basicamente oferecendo garantia complementar àquelas empresas que não dispõem dos colaterais exigidos pelas instituições financeiras concedentes de crédito (HONOHAN, 2010; CHATZOUZ *et al.*, 2017). Apesar de elas apresentarem capacidade de pagamento ao crédito procurado, uma curta – e, às vezes, até inexistente – história creditícia torna a análise pouco confiável e deixa os agentes financeiros relutantes em conceder os empréstimos, mesmo com altas taxas de juros.

Nos mercados emergentes das economias em desenvolvimento, segundo The World Bank (2015), a utilização de esquemas de garantia é a mais importante forma de intervenção pública no apoio às



MPMEs. Entretanto, eles acabam agregando pouco e sendo dispendiosos quando mal estruturados e mal implementados.

Beck, Klapper e Mendoza (2010) e Chatzouz e outros (2017) afirmam que os programas públicos que disponibilizam esquemas de garantias para MPMEs são mais efetivos no objetivo de aumentar o acesso ao crédito a essas empresas do que instrumentos alternativos, como o empréstimo direto, mesmo que subsidiado. Já The World Bank (2015) considera que os esquemas de garantia provocam menor distorção do mercado do que intervenções mais diretas, e mais da metade dos países do mundo apresentam algum tipo de esquema de garantia de crédito a seu mercado financeiro.

Segundo Pombo, Molina e Ramírez (2013), as garantias têm valor estratégico inquestionável para as instituições financeiras alavancarem seus negócios com as MPMEs, tendo em vista as imposições de Basileia e o alívio nos índices que a utilização de garantias pode proporcionar.

Honohan (2010) e Pombo, Molina e Ramírez (2013) ressaltam a relevância de políticas públicas de longo prazo, ou até perenes, a esquemas de garantia para MPMEs. Beck, Klapper e Mendoza (2010) e Chatzouz e outros (2017) também destacam o papel do setor público, enfatizando sua importância no provimento dos recursos para os esquemas de garantia e também na administração dos esquemas.

De acordo com Pombo, Molina e Ramírez (2013), um modelo exclusivamente público pode ter espaço em ambientes financeiros e institucionais frágeis e em economias em desenvolvimento, com o setor empresarial ainda débil. O desenvolvimento natural seria a consolidação do ambiente e a abertura para o privado também entrar no setor de garantias.

Conforme Chatzouz e outros (2017), inúmeros estudos já confirmaram a existência de adicionalidades<sup>4</sup> financeira (quantidade de empréstimos que não se realizariam sem a garantia) e econômica (aumento de empregos, do investimento das MPMEs e de inovações) quando esquemas de garantia são utilizados.

Os esquemas de garantia de crédito podem ser ainda mais eficientes se estiverem inseridos em um ambiente econômico propício. A implantação de reformas que diminuam a assimetria de informação e o risco de crédito, como o cadastro positivo, a central de registro de garantias e o uso de mecanismos que facilitem a retomada de bens, pode potencializar o efeito dos instrumentos de garantia na ampliação do acesso ao crédito.

## Fundos garantidores

De acordo com Lanz e Tomei (2014), entre os esquemas de garantia existentes, o de maior abrangência e uso no Brasil é o fundo garantidor. Os primeiros foram criados na década de 1990 e estavam ligados às operações de determinadas instituições, como: (i) Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (Sebrae), por meio do Fundo de Aval da Micro e Pequena Empresa (Fampe); (ii) BNDES, por meio do Fundo de Garantia para a Promoção da Competitividade (FGPC); e (iii) Banco do Brasil, por meio do Fundo de Aval para a Geração de Emprego e Renda (Funproger). A partir de 2009, foram criados o Fundo de Garantia de Operações (FGO), operado pelo Banco do Brasil, e o BNDES FGI, administrado pelo Banco.

---

4 Segundo Jonsson (2009), a adicionalidade pode ser rotulada como financeira e econômica. A adicionalidade financeira indica se a PME teria acesso a financiamento na ausência de garantia. A adicionalidade econômica refere-se aos benefícios econômicos e sociais, externalidades positivas, como a criação de empregos e a expansão da produção.

Segundo a avaliação de Lanz e outros (2015) sobre Puga (2002), a utilização de um fundo garantidor, em comparação aos outros esquemas de garantia, melhora a gestão ao segregar a administração das contas do fundo e auxilia o direcionamento dos recursos para o setor produtivo, diluindo riscos e resultando em custos mais baixos para as MPMEs.

Os principais benefícios desse tipo de fundo para o agente financeiro são: (i) o compartilhamento de risco de crédito; (ii) a aplicação de um fator de ponderação de risco mais favorável para determinação do capital regulatório no Banco Central; e (iii) a liquidez da garantia, que, diferentemente de um seguro que conta com condicionantes para acionamento, depende somente da inadimplência da beneficiária (LANZ; TOMEI, 2014).

Além de garantias para MPMEs, fundos garantidores podem ser usados para viabilizar o acesso ao crédito em operações de exportação, crédito educacional, habitação, infraestrutura e operações de grande porte (LANZ; PERUFO, 2013).

Para Lanz e Tomei (2014), o sucesso na implantação de um fundo garantidor depende da adesão dos agentes financeiros a sua utilização. Para que um agente financeiro venha a aderir ao esquema de garantia, é preciso que o fundo inspire confiança e demonstre ter controles adequados. Por outro lado, os fundos precisam confiar no processo de análise e seleção, pelos agentes, das MPMEs para as quais será outorgada a garantia.

Os fundos garantidores, se desenhados de forma apropriada e bem administrados, já mostraram sua capacidade de impulsionar as MPMEs em muitos países, afirmam Deelen e Molenaar (2004) e Honohan (2010). Isso pode ser comprovado por sua significativa participação na concessão de crédito em países como México – por meio da Nacional Financiera (Nafin) –, Colômbia – por meio

do Fondo Nacional de Garantías (FNG) – e França – por meio do Banque publique d’investissement (Bpifrance).<sup>5</sup>

As várias estruturações das experiências já existentes para fundos garantidores demonstram que não há desenho perfeito ou ótimo e que cada ambiente institucional e financeiro do país deve moldar a melhor solução, em um processo contínuo de desenvolvimento.

## Garantia individual e por carteira

Em uma análise simplificada, uma garantia pode ser individual ou por carteira (DELEN; MOLENAAR, 2004; POMBO; MOLINA; RAMÍREZ, 2013; BECK; KLAPPER; MENDOZA, 2010; CHATZOUZ *et al.*, 2017).

Na garantia individual, um certificado de garantia é expedido para cada operação específica e, na maioria das vezes, o garantidor realiza a análise das condições da operação de forma independente do financiador, incluindo até uma análise de risco própria. A garantia individual pode ser vista como um produto ou serviço financeiro para o beneficiário e, muitas vezes, é ele que paga por esse produto.

Na garantia por carteira, o garantidor estabelece critérios de elegibilidade para a formação da carteira, mas deixa a cargo do financiador a análise para formação ou população dessa carteira. As regras da garantia, que recaem sobre toda a carteira, são estabelecidas em um contrato entre garantidor e financiador. A garantia por carteira pode ser vista como um produto ou serviço financeiro para o financiador e, por isso, é ele que paga pelo produto, pelo menos primeiramente.

---

5 Para uma comparação detalhada das características de diversos fundos garantidores, consulte Lanz e Tomei (2014).

Pombo, Molina e Ramírez (2013), em pesquisa realizada com uma amostra de trinta sistemas ou esquemas de garantia da América (três da América do Norte, sete da América Central e vinte da América do Sul), identificaram que 23% dos sistemas são individuais e 77% são por carteira.

Segundo Beck, Klapper e Mendoza (2010), a garantia individual reduz riscos; contudo, é operacionalmente mais cara. A opção da garantia por carteira, por sua vez, deve ser estruturada de forma a assegurar a qualidade dos empréstimos escolhidos na formação da carteira, utilizar o compartilhamento de risco para alinhamento de interesses entre financiador e garantidor e incluir na metodologia de apuração da garantia por carteira a informação sobre a *performance* do financiador em carteiras passadas, com prêmios ou aumento de cobertura de acordo com essa análise.

Para minimizar a seleção adversa na formação da carteira, o garantidor deve trabalhar com o alinhamento de seus interesses com o financiador. Uma forma de fazer isso é pelo compartilhamento do risco, evitando-se a cobertura integral de um inadimplimento (DEELEN; MOLENAAR, 2004). É preciso ainda que os critérios de elegibilidade de uma operação estejam claramente estabelecidos e que a separação de responsabilidades entre financiador e garantidor também esteja claramente definida no contrato entre eles. Trabalhar com uma lista maior de financiadores e monitorar a *performance* de cada um pode ser outra boa prática para evitar os créditos ruins.

Segundo Honohan (2010), uma maneira de evitar a tentação do financiador de incluir apenas operações mais arriscadas na carteira a ser garantida, sem um bom balanceamento prudencial, seria punir os financiadores com alto volume de solicitação de honra e desempenho ruim nas recuperações, relacionando a precificação de garantias futuras à *performance* das carteiras anteriores.

De acordo com Deelen e Molenaar (2004), o grau de acompanhamento de uma carteira impacta diretamente os custos operacionais de um fundo, e o grau de confiança existente entre garantidor e financiador pode minorar esses custos. O garantidor deve investir no bom relacionamento com os financiadores parceiros e até monitorar o desempenho dos financiadores em relação à recuperação de crédito, principalmente quando essa responsabilidade é totalmente delegada ao financiador.

Conforme The World Bank (2015), o esquema de garantia mal estruturado ou mal implementado pode se apresentar dispendioso.

## Pagamento de honra: *on first demand versus final loss*

Segundo Deelen e Molenaar (2004), de acordo com a velocidade com que é realizado o pagamento de honra, três tipos são mais comuns: (i) integral imediatamente depois da solicitação de honra; (ii) uma parte depois da solicitação de honra e o resto apenas depois de esgotadas as chances de recuperação; e (iii) integral somente depois de esgotadas as chances de recuperação. Em todos os casos, existe uma validação mínima da solicitação de honra. O primeiro tipo de pagamento é conhecido como *on first demand*, e o terceiro, como *final loss*.

Para Chatzouz e outros (2017), um processo transparente e eficiente para solicitação e pagamento de honra, que ofereça incentivos corretos para a recuperação de crédito, é muito importante para a construção de um ambiente de confiança entre os financiadores em relação ao garantidor.

The World Bank (2015) também já havia apontado nessa direção, sugerindo que o processo rápido, eficiente e claro de tratamento da honra (solicitação e pagamento) é fundamental para a construção e manutenção da confiança dos financiadores no esquema de garantia.

## Recuperação de crédito e sua relação com o ambiente jurídico e institucional

Procedimentos de cobrança e execução judicial são caros (DEELEN; MOLENAAR, 2004). Segundo The World Bank (2015), mesmo um esquema de garantia bem estruturado requer certas precondições externas a ele para alcançar seus objetivos:

- leis comerciais e leis que protejam a propriedade privada, de forma a conformar um ambiente previamente bem regulado para a justa resolução de disputas;
- judiciário independente;
- contabilidade comercial também bem regulada e atividade de auditoria profissional sólida; e
- mercado financeiro robusto.

Dessa forma, é fundamental que o processo de cobrança e execução do crédito inadimplente conduzido pelo financiador seja completamente consistente com o ambiente legal e regulatório do país.

É preciso estar atento às implementações de políticas públicas de esquemas de garantia, principalmente porque seu custo tem uma curva crescente ao longo do tempo. Isso pode ser atraente, uma vez que a conta seria paga mais tarde, até por outro governante, enquanto os benefícios poderiam ser contabilizados de início (HONOHAN, 2010). A transparência da atuação pública e o acompanhamento contínuo da operação realmente implementada podem minimizar os oportunismos políticos.

De acordo com Beck, Klapper e Mendoza (2010), nos mercados emergentes, a recuperação de créditos é prejudicada: (i) pela existência de um ambiente que não facilita a execução plena do con-

trato, sobretudo em suas cláusulas para os momentos de exceção; (ii) pela fragilidade das leis de falência; e (iii) pela fragilidade nos registros das garantias reais em conjunto com a enorme dificuldade de executá-las, em razão do ambiente judicial precário, pouco estável e pouco confiável. Esse ambiente institucional limita bastante a capacidade dos agentes na recuperação de crédito.

## Auditoria e avaliação de efetividade

Segundo Chatzouz e outros (2017), qualquer estrutura de garantia implementada deveria ser continuamente avaliada, a fim de aumentar sua capacidade de contribuir para o sucesso da política pública que lhe deu origem, em especial no que concerne aos riscos morais existentes nas relações financiador-financiado e financiador-garantidor. Assim, a estruturação e as auditorias que pretendem avaliá-la devem levar em consideração:

- divisão do risco assumido;
- nível de cobertura;
- processo de criação da carteira;
- responsabilidade pela avaliação de crédito e pela recuperação de crédito;
- precificação e cobrança pela concessão de garantia;
- manutenção da exigência de algum tipo de colateral do financiado (*skin in the game*); e
- desenho do processo de solicitação e pagamento de honra, que deve conferir confiança ao ambiente e incentivos corretos.

Para Motta (2018), o dilema entre controle de eficiência e de legalidade é falso. Os dois espectros do controle são complementares, e



não excludentes. A necessidade de controlar a eficiência não pode ignorar o respeito à legalidade.

Dantas (2018) defende que deve haver equilíbrio entre gestão e controle; a novos instrumentos que propugnem uma gestão voltada para resultados, deve corresponder um controle de mesma índole.

Conforme Lima (2018), o exame da economicidade implica uma avaliação qualitativa, sopesando-se os custos e os resultados. O próprio Manual de Auditoria Operacional do Tribunal de Contas da União (TCU) define economicidade como a “minimização dos custos dos recursos utilizados na consecução de uma atividade, sem comprometimento dos padrões de qualidade” (TCU, 2010, p. 11).

## Metodologia

A principal metodologia de pesquisa utilizada foi a teórica. Segundo Demo (2000), esse tipo de pesquisa busca reconstruir teorias, quadros de referência, condições explicativas da realidade, polêmicas e discussões pertinentes. No caso em questão, propõe-se a criação de um quadro de referência para classificar sistemas de garantia para MPMEs de forma mais completa e abrangente.

De acordo com Whetten (1989), uma teoria precisa:

- identificar os fatores que devem ser considerados parte da explicação do fenômeno em estudo, constituindo seu arcabouço conceitual;
- estabelecer conexões entre os fatores, identificando de que forma eles estão relacionados;

- apontar as dinâmicas – sociais, econômicas ou psicológicas – que fundamentam a escolha de fatores, bem como as relações causais estabelecidas entre eles; e
- nomear os fatores temporais e contextuais para que sejam traçados os limites de generalização (sua extensão).

Para a construção do referencial teórico da pesquisa, foram consultados artigos voltados a mapear e classificar as características de sistemas de garantia para MPMEs em vários países, buscando relacioná-las com características relevantes de cada ambiente institucional, que afetam sua formatação.

A estruturação da proposta de modelo considerou a experiência nacional com fundos garantidores e o ambiente institucional brasileiro, especialmente em relação ao sistema judicial, à recuperação de créditos, aos processos de controle e à avaliação de efetividade.

Na medida em que a análise e a aplicação a título exemplificativo do modelo foram realizadas considerando o BNDES FGI, a pesquisa também tem características de estudo de caso (YIN, 2001).

## Proposta de abordagem para classificação dos esquemas de garantia individual ou por carteira

A principal proposta deste trabalho é um aperfeiçoamento na distinção entre garantia individual e por carteira. Para isso, a análise deve considerar todo o ciclo de vida da garantia, e não apenas a etapa de contratação.

Salienta-se que, ao mudar o critério utilizado para distinguir um esquema de garantia entre individual e por carteira da análise de uma única atividade para a análise do conjunto de atividades do processo de prestação de garantia, essa distinção entre individual ou por carteira não será mais binária. Cria-se uma linha contínua, em cima da qual o esquema de garantia escrutinado poderá se posicionar, tendo, em uma ponta, a garantia totalmente individual e, na outra ponta, a garantia totalmente por carteira. Entre esses dois pontos “puros”, os esquemas de garantia poderão ser posicionados, dependendo de como se comportem: mais como esquema individual ou mais por carteira.

O esquema de garantia totalmente individual atuaria sempre enxergando cada operação garantida isoladamente, em todas as etapas de seu processo de prestação de garantia. A fiança bancária é o exemplo clássico desse tipo de esquema. O esquema de garantia totalmente por carteira atuaria sempre sobre a carteira de operações – nunca operação a operação –, em todas as etapas de seu processo de prestação de garantia. A prestação de garantia para uma securitização de recebíveis representa um exemplo desse tipo de esquema.

Com base nas análises de Beck, Klapper e Mendoza (2010), Honohan (2010) e Deelen e Molenaar (2004), identifica-se que uma prestação de garantia pode ser decomposta em pelo menos três grandes processos, independentemente do tipo de esquema utilizado: (i) contratação; (ii) pagamento de honra; e (iii) recuperação de crédito (acompanhamento). Cada um desses processos pode ser detalhado em atividades ou tópicos, para ser analisado quanto ao enfoque por operação ou por carteira, conforme proposto no Quadro 2.

**Quadro 2 • Principais atividades de cada processo de prestação de garantia**

Processo	Atividade ou tópico analisado	Garantia individual	Garantia por carteira
Contratação	Habilitação do financiador	A rigor, não seria necessário um processo de “habilitação” do financiador, somente uma análise do garantidor sobre a pertinência da associação de sua imagem com a imagem do financiador. Essa preocupação deve ser maior se o garantidor for do setor público.	Várias atividades podem ser delegadas ao financiador. Por isso, institui-se um processo de habilitação do financiador pelo garantidor, para permitir ao garantidor analisar se o financiador tem capacidade de assumir essas atividades.
	Aprovação da operação	O garantidor escrutina cada operação individualmente, realizando sua própria análise para decidir pela prestação da garantia, independentemente do financiador. Realiza até mesmo análise de crédito própria.	O garantidor estipula critérios de elegibilidade e delega ao financiador a responsabilidade de montar a carteira a ser garantida seguindo os critérios estabelecidos.
	Contrato de garantia	O garantidor fornece um certificado de garantia ao financiador para cada operação. Na fiança bancária, por exemplo, esse certificado é chamado de carta de fiança.	É celebrado contrato, entre garantidor e financiador, que estabelece as regras que regem a garantia sobre a carteira de operações.
	Fluxo de informação de contratação	Cada operação é informada ao garantidor, antes mesmo de sua contratação, até porque a contratação do financiamento é condicionada à aprovação da garantia.	O contrato estipula critérios de elegibilidade, prazo para a formação da carteira e limite de valor. O financiador informa as contratações em bloco na periodicidade estabelecida.
	Limites para contratação	O limite de cobertura é estabelecido individualmente para cada operação garantida.	O limite de cobertura é estabelecido para a carteira em toda a sua abrangência.
	Cálculo do encargo/prêmio	O cálculo do encargo recai sobre o valor da operação garantida.	O cálculo do encargo recai sobre o montante da carteira, referenciado às operações que a compõem ou a seu perfil.
	Pagamento do encargo/prêmio	O pagamento do encargo é realizado operação a operação.	O encargo é pago pela carteira como um todo. Pode ser pago à medida que ela é constituída, referenciado às operações que a compõem.

(Continua)

(Continuação)

Processo	Atividade ou tópico analisado	Garantia individual	Garantia por carteira
Pagamento de honra	Solicitação de pagamento	A solicitação de pagamento de honra ao garantidor é feita por operação.	A solicitação é feita pela perda da carteira, no momento definido no contrato entre garantidor e financiador.
	Análise da solicitação	Para liberar o pagamento de uma honra, será feita, na garantia individual, análise da operação para a qual a honra foi solicitada.	O garantidor avalia a carteira como um todo e decide pelo pagamento da perda da carteira como um todo.
	Limite para o pagamento da honra	O pagamento de honra é realizado operação a operação.	A efetuação do pagamento de honra vincula-se à perda da carteira como um todo.
	Sub-rogação legal	Tópico relacionado ao ambiente brasileiro. Segundo o Artigo 346, III, da Lei 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (BRASIL, 2002), “[a] sub-rogação opera-se, de pleno direito, em favor do terceiro interessado, que paga a dívida pela qual era ou podia ser obrigado, no todo ou em parte”. Não é possível desvincular o pagamento de honra da operação inadimplida, e a sub-rogação legal é automática.	O pagamento não é feito para nenhuma operação específica, mas acordado e pago em função da perda da carteira vista como um todo indissociável. Dessa forma, não estaria sujeito à sub-rogação legal, por tratar-se de um contrato referenciado à dívida original (derivativo).
Recuperação do crédito	Acompanhamento	Cada operação é acompanhada separadamente.	O garantidor acompanha a carteira da melhor forma que lhe convier, em formato acordado no contrato entre garantidor e financiador.
	Pagamento da parte do garantidor na recuperação	O pagamento ao garantidor efetua-se operação a operação, pela recuperação conseguida. No limite, como na fiança bancária, o garantidor assume a recuperação.	O pagamento é realizado ao garantidor na periodicidade acordada entre financiador e garantidor, mas em função da recuperação da carteira como um todo.
	Término do acompanhamento	O término do acompanhamento é decidido operação a operação.	O acompanhamento é concluído para a carteira como um todo.

Fonte: Elaboração própria.

Com base no Quadro 2, é proposta uma análise da importância de cada subprocesso no ciclo do processo de garantia considerando as duas modalidades de garantia, a partir de Lanz e Tomei (2014), Pombo, Molina e Ramírez (2013), Beck, Klapper e Mendoza (2010) e Douette, Lesaffre e Siebeke (2014). O resultado da análise foi esquematizado no Quadro 3.

**Quadro 3 • Garantia individual *versus* garantia por carteira**

Processo	Subprocesso	Garantia individual (ex.: fiança bancária)	Garantia por carteira (ex.: securitização)
Contratação	Habilitação do financiador	Baixa importância (riscos de imagem)	Alta importância (atividades delegadas ao financiador)
	Aprovação	Garantidor faz sua própria análise, incluindo a análise de risco	Garantidor estipula critérios de elegibilidade, e financiador monta uma carteira seguindo esses critérios
	Contrato de garantia	Certificado de garantia por operação	Contrato entre garantidor e financiador
	Fluxo de informação	Operação a operação	Em bloco, lista de contratações enviadas pelo financiador ao garantidor, com periodicidade definida entre as partes
	Limites	Impostos à operação	Impostos à carteira
	Encargo/prêmio	Incide na operação	Incide na carteira
	Pagamento do encargo/prêmio	Operação a operação	Pela carteira
Pagamento de honra	Solicitação de honra	Por operação	Pela perda da carteira, no momento definido no contrato entre garantidor e financiador
	Análise	Por operação	Análise da carteira
	Limites	Valor garantido da operação	Valor garantido da carteira
	Pagamento	Por operação	Por carteira
	Sub-rogação legal	Alta vinculação	Baixa vinculação

(Continua)

(Continuação)

Processo	Subprocesso	Garantia individual (ex.: fiança bancária)	Garantia por carteira (ex.: securitização)
Acompanhamento	Acompanhamento	Por operação	Da carteira
	Pagamento do garantidor (parte recuperada)	Recuperação feita diretamente pelo garantidor ou pagamento ao garantidor realizado operação a operação	Pagamento ao garantidor por meio da apuração da recuperação da carteira como um todo, na periodicidade acordada entre financiador e garantidor
	Término do acompanhamento	Decidido operação a operação	Decidido por carteira

Fonte: Elaboração própria.

## Aplicação da nova abordagem ao BNDES FGI

Em 2009, no contexto da crise financeira mundial, que afetava a oferta de crédito em geral, mas especialmente as MPMEs, o governo brasileiro autorizou, pela Lei 12.087 (BRASIL, 2009), a participação da União Federal em fundos garantidores para MPMEs, e o BNDES FGI foi lançado pelo Banco.

Para exemplificar o fato de a distinção de um esquema de garantia como individual (operação a operação) ou por carteira – analisando-se apenas a aprovação da contratação – não comportar todas as informações que caracterizam o esquema como um ou outro tipo, realizou-se uma análise completa do BNDES FGI. Nessa análise, fundamentada em estatuto e regulamento relativos ao fundo (BNDES, 2017; 2018), estudaram-se as características de cada uma das atividades ou tópicos atuais e propôs-se sua classificação em individual, por carteira ou mista, com base na orientação do Quadro 3. O resultado resume-se no Quadro 4, e os principais pontos são discutidos na sequência.

Quadro 4 • Análise do BNDES FGI

Fase	Tópico	BNDES FGI hoje
Contratação	Habilitação do financiador	<p><b>Carteira</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• O concedente do crédito tem que ser agente financeiro do BNDES (o que minimiza riscos de imagem, crédito e mercado).</li> <li>• Realiza-se avaliação das políticas de recuperação de crédito do concedente de crédito.</li> </ul>
	Aprovação do beneficiário/da operação	<p><b>Misto</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Apesar de o BNDES FGI, a princípio, estipular critérios de elegibilidade (MPME, Risco até D, segundo a Resolução do Conselho Monetário Nacional 2.682, de 21 de dezembro de 1999, exigência de garantia real para operações acima de R\$ 3 milhões, entre outros), como a aprovação ocorre operação a operação, as condições de elegibilidade atuam, na verdade, como condições para aprovação.</li> </ul>
	Contrato de garantia	<p><b>Misto</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Apesar de existir o contrato entre garantidor e financiador – o que poderia ser interpretado como garantia por carteira –, o BNDES FGI exige a inclusão de cláusulas específicas nos contratos de financiamento na ponta, o que o caracterizaria como individual.</li> </ul>
	Fluxo de informação	<p><b>Individual</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Envio da informação de contratação operação a operação.</li> </ul>
	Limites (para contratação)	<p><b>Misto</b></p> <p>Individual</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Cobertura entre 10% e 80% do valor da operação.</li> </ul> <p>Carteira</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Cobertura em até duzentas vezes o valor aportado pelo agente financeiro cotista.</li> <li>• Limite de prazo para constituição da carteira (<i>tranche</i> estipulada em regulamento).</li> </ul>
	Encargo/prêmio	<p><b>Individual</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Apreçamento do encargo considerando prazo e percentual garantido, operação a operação (metodologia do fator K, desenvolvida pelo BNDES FGI).</li> </ul>
	Pagamento de encargo/prêmio	<p><b>Individual</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Encargo pago por operação e financiado na operação.</li> </ul>

(Continua)



(Continuação)

Fase	Tópico	BNDES FGI hoje
Pagamento de honra	Solicitação de pagamento	<b>Individual</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Com envio de comprovação de execução extrajudicial ou judicial, de acordo com o valor da inadimplência.</li> </ul>
	Análise da solicitação	<b>Individual</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Verificação de extrato e documentação comprobatória.</li> </ul>
	Limites	<b>Misto</b> Individual <ul style="list-style-type: none"> <li>Paga-se o valor garantido.</li> </ul> Carteira <ul style="list-style-type: none"> <li>Limitado por um teto para a carteira (<i>stop loss</i>).</li> </ul>
	Pagamento da honra	<b>Individual</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Inclui o processo de liquidação parcial de cada operação de crédito na proporção garantida.</li> </ul>
	Sub-rogação legal	<b>Individual</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>O BNDES FGI passa a ser titular do crédito de cada operação na proporção paga, e sua correção é calculada individualmente pelas condições de cada contrato, apesar de o agente proceder a cobrança como substituto processual ou mandatário do fundo.</li> </ul>
Acompanhamento	Acompanhamento	<b>Individual</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Verificação de contratos e extratos de cada operação.</li> <li>Envio periódico da situação do processo de cobrança judicial de cada operação.</li> </ul>
	Pagamento do garantidor (quando ocorre recuperação)	<b>Individual</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Informado individualmente, sujeito até mesmo a punição, caso não haja a informação de cada recuperação para cada operação em até noventa dias.</li> </ul>
	Término do acompanhamento	<b>Individual</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Emissão de termo de quitação ou de documento que aceita a inviabilidade de recuperação para cada operação.</li> </ul>

Fonte: Elaboração própria.

Destaca-se, da análise do Quadro 4, que, na aprovação da operação, o BNDES FGI seria considerado hoje um esquema misto, porque, apesar de o fundo estabelecer condições de elegibilidade para as operações, existe uma aprovação operação a operação, tanto na modalidade de

repassa (utilização de *funding* do BNDES, o administrador do fundo), quanto na modalidade de crédito livre (utilização de *funding* próprio do financiador), permitindo concluir que as condições de elegibilidade são, na verdade, condições para aprovação, verificadas caso a caso.

Sobre o contrato de garantia, o BNDES FGI também poderia ser considerado um esquema misto, pois, apesar de existir um contrato entre o financiador e o BNDES FGI que rege as condições da garantia acordada, o fundo obriga a inclusão, no contrato do financiador com o beneficiário, de certas cláusulas específicas que o vinculam a cada operação.

Quanto a limites para a contratação, o BNDES FGI impõe limitações para a contratação da garantia, tanto por operação, quanto por carteira. Ele pode garantir, no máximo, 80% do valor total do financiamento, mas, por outro lado, a carteira garantida do concedente de crédito não pode ultrapassar, em valor, duzentas vezes o valor aportado pelo concedente no fundo. Dessa forma, nesse tópico, o BNDES FGI apresentaria, mais uma vez, um esquema misto.

Sobre os limites para o pagamento de honra, novamente se verifica um esquema misto: paga-se o valor garantido, operação por operação, limitado por um limite de cobertura por *tranche*, conhecido como *stop loss*.

Conclui-se que, pela classificação mais usual da literatura, o BNDES FGI poderia ser considerado um esquema de garantia individual, pois a contratação é operação a operação. Se aplicado o conceito “estendido” proposto neste trabalho, entretanto, a conclusão seria que ele realmente está bastante próximo da ponta “pura” individual, mas já caminha sobre a linha em direção ao ponto oposto (por carteira), pois, em alguns dos tópicos analisados, ele já pode ser visto como garantia por carteira, ou, pelo menos, misto. A análise aprofundada proposta neste estudo permite ter uma visão mais precisa do comportamento do fundo.

## Garantia por carteira: modelo proposto para os fundos garantidores no Brasil

Na análise realizada sobre a estrutura atual do BNDES FGI, para a qual foi utilizado o conceito “estendido” de garantia por carteira proposto, identificou-se sua operacionalização mista, mas bastante próxima de uma garantia individual, especialmente nos processos de pagamento e acompanhamento. Suas atividades e características privilegiam uma ação operação a operação. Isso, naturalmente, eleva o custo de operacionalização do fundo, sobretudo para agentes financeiros com carteiras massificadas. Nos outros fundos garantidores brasileiros, observa-se esse mesmo comportamento.

Esta seção tem o objetivo de apresentar um modelo de estruturação para os fundos garantidores do Brasil, de forma a operacionalizá-los com mais características do esquema por carteira, com o objetivo de retirar-lhes o peso das ações operação a operação. Para isso, primeiramente, a proposta será exposta no modelo de quadro já utilizado nas seções anteriores e, depois do quadro, duas subseções se dedicam ao detalhamento de itens importantes. A primeira detalha os processos de solicitação e pagamento de honra, para que a solução minimize o possível aumento no risco moral ou na atitude oportunística que a operacionalização por carteira poderia incorrer em relação à operacionalização individual. A segunda aprofunda ainda mais o detalhamento, pois trata especificamente de como seria a atividade de analisar e atestar a aderência ao contrato firmado entre garantidor e financiador das ações do financiador na condução da carteira real. Esse aprofundamento se faz necessário em razão da necessidade de adequação aos processos de controle e avaliação de efetividade aos

quais as entidades públicas, tradicionalmente administradoras dos principais fundos garantidores no Brasil, estão submetidas.

**Quadro 5 • Proposta de fundo por carteira**

<b>Fase</b>	<b>Tópico</b>	<b>Fundo por carteira</b>
<b>Contratação</b>	Habilitação do financiador	O processo de habilitação deve ser robusto, para proteger o garantidor de um risco de imagem, mas também verificar a capacidade do financiador de se responsabilizar pelas atividades delegadas e o alinhamento de interesses com o garantidor.
	Aprovação do beneficiário/da operação	Cada contrato firmado entre garantidor e financiador deverá estabelecer claramente os critérios de elegibilidade que permitam ao financiador montar a carteira seguindo esses critérios, livrando o garantidor do trabalho de escutinar cada operação.
	Contrato de garantia	O modelo-padrão será baseado no contrato firmado entre garantidor e financiador, e as responsabilidades de cada parte deverão estar bem-definidas nesse contrato.
	Fluxo de informação	Envio de lista de operações contratadas na periodicidade prevista no contrato entre financiador e garantidor, até o fechamento da carteira acordada. Recomenda-se o envio de informações com periodicidade mensal, sendo ideal enviar a informação preferencialmente antes de iniciado o período de amortizações de cada operação da carteira, para minimizar a seleção adversa e o risco moral.
	Limites (para contratação)	A carteira deverá ter limites de prazo e de valor, com percentual de cobertura das operações padronizado. Uma carteira cujas operações apresentem baixa dispersão entre esses parâmetros, além de finalidades e contragarantias padronizadas, facilita a adoção desse modelo.
	Encargo/prêmio	Metodologia para o cálculo do encargo deverá recair sobre o valor da carteira, considerando seu prazo e percentual (ou valor) garantido.
	Pagamento de encargo/prêmio	O pagamento do encargo pela garantia pode ser realizado a cada envio de lista de operações garantidas, com o cálculo recaindo sobre o valor contratado da carteira no período. O repasse da cobrança à beneficiária poderia ser por <i>spread</i> ou por Taxa de Abertura de Crédito (TAC), a critério de cada agente.

(Continua)

(Continuação)

Fase	Tópico	Fundo por carteira
Pagamento de honra	Solicitação de pagamento	Solicitação por carteira, uma única vez.
	Análise da solicitação	Análise da solicitação realizada sobre a carteira como um todo. Proposta de auditoria por amostragem, com penalidades crescentes, caso haja descumprimento de alguma regra acordada.
	Limites	Limite de cobertura da perda da carteira definido no contrato entre garantidor e financiador, com cobertura por operação padronizada.
	Pagamento da honra	Pagamento por carteira, uma única vez ( <i>middle loss</i> ).
	Sub-rogação legal	Proposta de evitar a sub-rogação legal, por tratar-se de contrato com características de derivativo. Obs.: Essa distinção é importante para o ambiente institucional que o Brasil apresenta e para os fundos garantidores administrados por entes públicos. A abordagem evita que o fundo faça uma sub-rogação desnecessária e traga ao administrador custos administrativos e judiciais que podem ser evitados, em linha com o princípio da eficiência na administração pública e com a busca da efetividade das políticas públicas, que tem sido objeto de avaliação pelos órgãos de controle.
Acompanhamento	Acompanhamento	Entre a contratação e o pagamento da honra, a proposta é de envio periódico das informações consolidadas das operações, para acompanhamento do inadimplemento e ajuste das provisões contábeis e atuariais, com a periodicidade definida no contrato entre financiador e garantidor.
	Pagamento do garantidor (quando ocorre recuperação)	A proposta seria concentrar, em um único momento, a solicitação de honra, a avaliação para aprovação e o pagamento da honra devida pela perda da carteira como um todo. A perda final da carteira será a perda inicial, descontado o valor já recuperado ( <i>middle loss</i> ).
	Término do acompanhamento	No momento do pagamento da honra, para a carteira como um todo, depois de realizada a auditoria, com encerramento do contrato daquela carteira.

Fonte: Elaboração própria.

## Entre o *on first demand* e o *final loss*: proposta de *middle loss*

O modelo apresentado no Quadro 5 propõe um direcionamento completamente por carteira para o processo de pagamento de honra. Contudo, tendo em vista o ambiente institucional do país (BECK; KLAPPER; MENDOZA, 2010), esse ponto parece requerer um detalhamento operacional maior.

A proposta é que a solicitação de pagamento de honra seja feita para a perda da carteira em um determinado momento acordado no contrato entre financiador e garantidor. Mas quando seria o momento ótimo para isso ocorrer?

Nas experiências atuais dos fundos operantes no Brasil, os pagamentos são realizados logo depois da comprovação de início de execução judicial, se esta não tiver sido dispensada ou substituída por algum outro instrumento, em virtude do valor baixo da operação. A literatura chama isso de *on first demand*. Isto é, o garantidor honra rapidamente e, depois, tem direito a sua parte em cada recuperação de crédito que venha a ser conseguida. A princípio, isso é bem visto pelos concedentes de crédito em razão da liquidez que fornece. Entretanto, *a posteriori*, qualquer inconformidade na atuação do concedente do crédito pode acarretar a aplicação de multas, ou mesmo a exigência da devolução da honra paga, o que aumenta os custos operacionais e pode afetar negativamente a relação de confiança que deve existir entre financiador e garantidor.

Na experiência internacional, é possível encontrar a opção pelo pagamento da honra em *final loss*. Nesse formato, o pagamento só é efetuado depois do fim da execução judicial e, portanto, depois de extinta a possibilidade de mais alguma recuperação de crédito.

Nesse momento, é descontado da perda inicial o valor até então recuperado, e o garantidor paga ao concedente de crédito sua perda líquida, no percentual a que estaria obrigado pelo contrato firmado com o financiador. Esse formato só funciona adequadamente em contextos caracterizados por sistema judicial estável e rápido, inflação baixa, juros baixos e presença de um ambiente de confiança estabelecido. Há exemplos da prática na França, nos Estados Unidos da América (EUA) e no Canadá. Decididamente, as premissas institucionais necessárias não são encontradas no Brasil.

A proposta, então, que tenta solucionar o *trade-off* entre liquidez e peso operacional causado pelo acompanhamento necessário para o acerto justo de contas nos pagamentos rápidos de honra, indica o que se optou por chamar didaticamente de *middle loss* – solução entre o *final loss* e o *on first demand*. O pagamento seria realizado depois de um prazo estabelecido no contrato entre garantidor e financiador, considerado necessário para esforços relevantes na recuperação do crédito, sendo aplicado um desconto ao valor a ser pago correspondente ao percentual de recuperação esperada pós-honra.

Pinheiro (2005) apresenta o valor esperado de recuperação de crédito, conforme a fase do processo (Tabela 1).

Tabela 1 • Valor esperado de recuperação por fase do processo de recuperação (R\$)

Processo	Prazo tramitação		Valor do contrato			
			500	1.000	5.000	50.000
Extrajudicial simples	Até um ano	Valor esperado de recuperação	284	680	4.003	41.498
		%	56,8	68	80,1	83

(Continua)

(Continuação)

Processo	Prazo tramitação		Valor do contrato			
			500	1.000	5.000	50.000
Judicial	Até oito anos					
Fase de conhecimento	Até três anos	Valor esperado de recuperação	14	221	1.982	21.878
		%	2,8	22,1	39,6	43,8
Fase de execução	Até cinco anos	Valor esperado de recuperação	0	33	1.011	12.054
		%	0	3,3	20,2	24,1

Fonte: Pinheiro (2005).

Outros estudos, como o de Rocha (2010), sobre a recuperação de créditos pelo Banco Brasil, e o de Martins (2001), que analisa posicionamentos do TCU sobre o assunto, indicam prazos adequados. Segundo os autores, a maior parte da recuperação de crédito situa-se em um prazo de até um ano (cerca de 80% do valor), e as tabelas de desconto utilizadas pelos agentes financeiros chegam a oferecer descontos de mais de 50% depois de um ano e de até 85% do principal depois de dois anos.

Portanto, o prazo para a recuperação de crédito prévia ao pagamento de honra poderá ser estipulado de acordo com o perfil da carteira garantida, levando-se em consideração principalmente o prazo médio ponderado de suas operações, a exequibilidade das contragarantias exigidas e a recuperação esperada.

Além dos estudos mencionados, a recuperação esperada pós-pagamento de honra pode ser estimada com base no histórico de operações do próprio agente financeiro, no histórico do fundo garantidor com outras operações de perfil similar ou no uso de parâmetros de



mercado, como estudos e relatórios do Banco Central, da Federação Brasileira de Bancos (Febraban), de *bureaux* de crédito, entre outras instituições.

O BNDES FGI apresentava, até o fim de 2017, uma sinistralidade bastante baixa (2,56%), representando R\$ 139 milhões em honras pagas,<sup>6</sup> para garantias emitidas de mais de R\$ 4,4 bilhões, e o Encargo por Concessão de Garantia (ECG) recebido no período foi de R\$ 247 milhões. A recuperação de crédito, no entanto, também é baixa – R\$ 25,4 milhões, o que representa somente 18% do valor pago a título de honra. Com o uso da garantia por carteira e a concessão de descontos,<sup>7</sup> esses valores poderiam ser mais próximos da média de mercado.

O Quadro 6 contém um resumo comparativo dos três modelos de pagamento de honra.

Quadro 6 • *Final loss, on first demand e middle loss*

Tópicos	<i>Final loss</i>	<i>On first demand – BNDES FGI hoje</i>	<i>Middle loss – BNDES FGI por carteira</i>
Descrição	Pagamento realizado depois do fim da execução judicial e/ou extrajudicial, extinta a possibilidade de recuperação. Prazo necessário para finalizar a cobrança.	Pagamento realizado depois da comprovação de início de execução judicial (se não dispensado ou substituído por medidas extrajudiciais).	Pagamento realizado depois da comprovação de início de execução judicial, estabelecido um prazo-padrão para a recuperação de crédito.

(Continua)

<sup>6</sup> O valor total das operações contratadas que tiveram honra era de R\$ 262 milhões, com R\$ 194 milhões de valor garantido; portanto, com garantia média de 74%.

<sup>7</sup> O BNDES FGI tem restrições à concessão de descontos, o que leva à perda de várias oportunidades de recuperação de crédito parciais. Se fosse utilizada a lógica de carteira, e não o tratamento operação a operação, essas oportunidades poderiam ser efetivadas.

(Continuação)

<b>Tópicos</b>	<b><i>Final loss</i></b>	<b><i>On first demand – BNDES FGI hoje</i></b>	<b><i>Middle loss – BNDES FGI por carteira</i></b>
Ambiente institucional	Sistema judicial estável e rápido, inflação baixa, juros baixos e confiança alta.	Sistema judicial lento e imprevisível, inflação alta, juros altos e/ou muito voláteis e confiança baixa (pelo menos duas dessas características).	Sistema judicial lento e imprevisível, inflação alta, juros altos e/ou muito voláteis e confiança baixa.
Vantagens	Acerto de contas.	Liquidez.	Este modelo equilibra as vantagens e desvantagens. Atenua o <i>trade-off</i> entre o acerto de contas e o impacto na liquidez do financiador. Favorece a confiança do agente no pagamento da honra, sem risco de atrito em função de multas ou cobranças depois do pagamento da honra.
Desvantagens	Liquidez.	Acerto de contas.	
Exemplos no mundo	Bpifrance, Canadá e EUA.	Resto do mundo.	Marrocos e Tunísia.
Adequação aos agentes financeiros	Bancos com alta liquidez, difícil aplicação no contexto brasileiro atual.	Bancos com baixa liquidez, problemas de ativo ou pequeno volume de operações (exemplo: agências de fomento).	Bancos comerciais, com procedimentos de cobrança padronizados.

Fonte: Elaboração própria.

## Aprovação do pagamento de honra: proposta de modelo para auditoria

Esta subseção abrange algumas considerações sobre a implementação segura do modelo sugerido, considerando sua adequação aos princípios de controle e avaliação de efetividade aplicados às enti-

dades públicas (DANTAS, 2018), tradicionalmente administradoras dos principais fundos garantidores no Brasil.

O objetivo é trazer segurança para o processo de aprovação da honra solicitada. Apesar de o pagamento de honra realizar-se em um único momento, o modelo proposto mantém um acompanhamento da carteira e das ações do agente financeiro ao longo do ciclo da garantia. Dessa forma, as operações contratadas e o *status* da inadimplência e da recuperação de crédito são informados com periodicidades predefinidas em contrato, o que permite que sejam utilizados para auditorias pontuais durante essas etapas, ou, como parece ser mais interessante sob o ponto de vista de economicidade, que sejam utilizados para validação do processo de pagamento de honra, tendo em vista que, nas etapas anteriores, o fundo somente teve receita, em conformidade com a definição de TCU (2010) e Lima (2018).

No momento da solicitação de honra para a carteira como um todo, o garantidor procederá a uma análise da carteira. Tendo em vista que essa operação se realiza em alto volume, o custo de uma auditoria de todas as operações com solicitação de honra seria proibitivo. Dessa forma, recomenda-se o uso de uma auditoria amostral (TCU, 2002) que englobe testes de controle e testes para procedimentos substantivos, como recomendado por TCU (2016).

## Conclusões

O presente trabalho propõe uma nova abordagem para classificação de esquemas de garantia individual ou por carteira, considerando todo o ciclo de vida da garantia, e não apenas a etapa de contratação. Defende que essa nova abordagem permite ter uma visão mais precisa do comportamento da garantia escrutinada.

Utilizou-se, então, essa análise “estendida” como base para propor um modelo de estruturação de fundo garantidor para o Brasil operacionalizado por carteira, retirando-se do esquema de garantia o peso das ações operação a operação. A proposta de estruturação leva em conta toda a literatura apresentada, mas também se apoia no conhecimento e na análise dos autores do caso do BNDES FGI, administrado pelo Banco.

A proposta de solicitação de honra e seu pagamento em um único momento e depois de um período de recuperação de crédito (*middle loss*) considera o ambiente institucional brasileiro e a morosidade do processo judiciário do país, como também a constatação de que a recuperação de crédito se concentra, predominantemente, nos primeiros anos da inadimplência. Quanto maior o tempo percorrido, menor a probabilidade de novas recuperações. Essa solução equilibra melhor o *trade-off* entre liquidez e acerto de contas posterior que um pagamento imediato costuma exigir (*on first demand*) e que pode afetar a relação entre financiador e garantidor. Defende-se que “fechar a conta” em um único momento, sem tratamento posterior ao pagamento definitivo da honra – desde que amparado por um processo robusto de auditoria por amostragem e bem calibrado o desconto em razão da recuperação ainda esperada –, conferiria maior efetividade e menores custos de conformidade a um fundo garantidor, trazendo maior confiança e clareza das regras aos financiadores.

Aplicações do modelo sugerido devem aprofundar a análise do ciclo de vida da garantia na situação real na qual o esquema de garantia a ser desenvolvido estiver inserido, tendo em vista o caráter teórico deste trabalho e sua aplicação a um único caso. O prazo ótimo para a solicitação da honra e seu pagamento e a melhor metodologia

para o cálculo da recuperação residual esperada para a carteira, depois do pagamento de honra e da conclusão da relação financiador-garantidor, assim como o detalhamento completo da auditoria por amostragem que traria segurança e conformidade ao processo, são exemplos de detalhamento do modelo proposto que só poderiam ser definidos por meio da análise da situação específica na qual o novo esquema de garantia estiver inserido.

Para pesquisas futuras, sugerem-se estudos comparativos de modelos de garantia implantados em vários países, considerando seu contexto institucional, com abordagens qualitativas, focadas na avaliação de especialistas e participantes do mercado, ou quantitativas, correlacionando as características de cada modalidade com seu desempenho segundo indicadores de efetividade.

## Referências

- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução 2.682, de 21 de dezembro de 1999. Disponível em: <[https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/44961/Res\\_2682\\_v2\\_L.pdf](https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/44961/Res_2682_v2_L.pdf)>. Acesso em: 8 mai. 2018.
- BECK, T.; DEMIRGUC-KUNT, A. Small and medium-size enterprises: access to finance as a growth constraint. *Journal of Banking & Finance*, Nova York, v. 30, p. 2.931-2.943, 2006.
- BECK, T.; KLAPPER, L. F.; MENDOZA, J. The typology of partial credit guarantee funds around the world. *Journal of Financial Stability*, Nova York, v. 6, p. 10-25, 2010.
- BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Estatuto do Fundo Garantidor para Investimentos*. Rio de Janeiro, 2017. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/wcm/connect/site/061a265c-5d90-41fd-942b-48d85f4bfe66/Circular-AEX-15-17-Divulgacao-do-Estatuto-FGI.pdf?MOD=AJPERES&CVID=l-iipBU>>. Acesso em: 15 mar. 2018.

\_\_\_\_\_. *Regulamento de operações para outorga de garantia direta*. Rio de Janeiro, 2018. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/wcm/connect/site/677eef22-c8d5-461d-8dca-b709e0817d24/Circular-AEX-11-17-Regulamento-FGI-Repasse.pdf?MOD=AJPERES&CVID=IUUJSqy>>. Acesso em: 15 mar. 2018.

BRASIL. Lei 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/2002/L10406compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/2002/L10406compilada.htm)>. Acesso em: 23 mai. 2018.

\_\_\_\_\_. Lei 12.087, de 11 de novembro de 2009. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2007-2010/2009/Lei/L12087.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2009/Lei/L12087.htm)>. Acesso em: 23 mai. 2018.

CHATZOUZ, M. *et al. Credit guarantee schemes for SME lending in Western Europe*. Luxemburgo: European Investment Bank, jun. 2017. (Working Papers, n. 2.017/42).

DANTAS, B. O risco de “infantilizar” a gestão pública. *O Globo*, 6 jan. 2018. Disponível em: <<https://oglobo.globo.com/opiniao/o-risco-de-infantilizar-gestao-publica-22258401>>. Acesso em: 8 mai. 2018.

DEELEN, L.; MOLENAAR, K. *Guarantee funds for small enterprises*. Genebra: International Labour Organization, 2004.

DEMO, P. *Metodologia do conhecimento científico*. São Paulo: Atlas, 2000.

DOUETTE, A.; LESAFFRE, D.; SIEBEKE, R. *SMEs credit guarantee schemes in developing and emerging economies: reflections, setting-up principles, quality standard*. Bonn: GIZ, 2014.

FREITAS, A. M. *Fundos garantidores como alternativas de acesso ao crédito rural: perspectivas do modelo de garantia complementar*. 2016. 119 f.,il. Dissertação (Mestrado em Agronegócios) – Faculdade de Agronomia e Medicina Veterinária, Universidade de Brasília, Brasília, 2016.

HONOHAN, P. Partial credit guarantees: principles and practice. *Journal of Financial Stability*, Nova York, v. 6, p. 1-9, 2010.

JONSSON, M. *Performance of credit guarantee schemes (CGS)*. v. 24. Final Paper (HD Graduate Diploma in Finance) – Copenhagen Business School. Copenhagen, 2009.

KERSTEN, R. *et al.* Small firms, large impact? A systematic review of the SME finance literature. *World Development*, Ann Arbor, v. 97, p. 330-348, 2017.

LANZ, L. Q. *et al.* Sistema de garantias para cadeias produtivas: modelo de securitização para FIDCs. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, n. 44, p. 311-348, dez. 2015.

LANZ, L. Q.; MACEDO, R. V. A atuação do fundo garantidor para investimentos na ampliação do acesso ao crédito pelas MPMEs no Brasil. In: ALVIM, P. C.; POMBO, P. *Coletânea garantias 2014 – Parceria Sebrae-Regar*. Brasília: Sebrae-Regar, 2014.

D. PERUFO, J. Risco de crédito e estimativa de alavancagem de um fundo de aval. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, n. 40, p. 195-230, dez. 2013.

LANZ, L. Q.; PERUFO, J.; MANTESE, F. A. Fundo Garantidor para Microcrédito: proposta de um modelo. *Temas de Administração Pública*, Araraquara, v. 9, n. 2, p. 1-22, 2013.

LANZ, L. Q.; TOMEI, P. A. Confiança *versus* controle: análise da governança do Fundo Garantidor para Investimentos. *Revista Eletrônica de Estratégia & Negócios*, Florianópolis, v. 7, n. 1, p. 105-136, 2014.

LIMA, L. H. *Controle externo: teoria e jurisprudência para os tribunais de contas*. Rio de Janeiro: Método, 2018.

MARTINS, E. D. *Recuperação de créditos: a variável financeira e a dinâmica de mercado como regra de liquidação de créditos problemáticos*. Dissertação (Mestrado em Gestão Pública/Gestão Empresarial) – Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2001.

MOTTA, F. Dilema entre controle de eficiência e de legalidade é falso. *Consultor Jurídico*, 11 jan. 2018. Disponível em: <<https://www.conjur.com.br/2018-jan-11/interesse-publico-dilema-entre-controle-eficiencia-legalidade-falso>>. Acesso em: 15 mar. 2018.

PINHEIRO, A. Estudo mostra impacto da ação do Judiciário na economia. *Consultor Jurídico*, 2 dez. 2005. Disponível em: <[http://www.conjur.com.br/2005-dez-02/estudo\\_mostra\\_impacto\\_acao\\_judiciario\\_economia](http://www.conjur.com.br/2005-dez-02/estudo_mostra_impacto_acao_judiciario_economia)>. Acesso em: 15 mar. 2018.

POMBO, P.; MOLINA, H.; RAMÍREZ, J. N. *Clasificación de los sistemas de garantía desde la experiencia latinoamericana*. Washington: Banco Interamericano de Desarrollo, 2013.

PUGA, F. P. *O apoio financeiro às micro, pequenas e médias empresas na Espanha, no Japão e no México*. Rio de Janeiro: BNDES, 2002. 35p (Textos para Discussão, n. 96).

ROCHA, F. C. *A inadimplência de créditos no setor bancário brasileiro: um estudo de caso*. Monografia (Graduação em Ciências Econômicas) – Departamento de Economia, Universidade Federal de Santa Catarina, Santa Catarina, 2010.

TCU – TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO. *Manual de auditoria operacional*. Brasília, 2010.

\_\_\_\_\_. *Manual de auditoria financeira*. Brasília, 2016.

\_\_\_\_\_. *Técnicas de amostragem para auditoria*. Brasília, 2002.

THE WORLD BANK. *Principles for public credit guarantee schemes for SMEs*. Task Force for the Design, Implementation and Evaluation of Public Credit Guarantee Schemes for Small and Medium Enterprises. Washington, 2015.

WHETTEN, D. A. What constitutes a theoretical contribution? *Academy of Management Review*, Nova York, v. 4, p. 490-495, 1989.

YIN, R. K. *Estudo de caso: planejamento e métodos*. Porto Alegre: Bookman, 2001.

ZICA, R. M.; MARTINS, H. C. Sistema de garantia de crédito para micro e pequenas empresas no Brasil: proposta de um modelo. *Revista de Administração Pública*, Rio de Janeiro, v. 42, n. 1, p. 181-204, 2008.